
境内外 ESG 投资发展比较及其对上海的启示

刘兴¹

(上海市发展改革研究院 200032)

【摘要】: ESG 的健康发展离不开基金公司、评级公司、交易所、投资者、行业协会、第三方服务机构等各类主体的共同参与。上海要积极推广 ESG 投资理念, 加强 ESG 投资者意识教育, 营造市场发展环境, 加快集聚、吸引和培育与 ESG 投资相关的各类市场主体, 形成功能完备、分工明确、协同配合、规范有序的生态体系。

【关键词】: ESG 投资 绿色金融 信息披露

【中图分类号】: F832.7.51 **【文献标识码】:** A **【文章编号】:** 1005-1309(2021)12-0055-007

随着碳达峰、碳中和概念的提出, ESG 投资成为最近金融投资领域最热门的话题之一。所谓 ESG 投资, 是指环境 (Environment)、社会 (Social) 和治理 (Governance), 其核心实质是将企业对环境的影响、社会责任的履行情况以及公司治理等非财务因素整合进投资框架, 侧重衡量企业在环境、社会和治理 3 个维度的表现, 而不再将传统采用的财务表现、盈利状况、运营能力等指标作为投资评判的唯一标准。作为一种快速崛起的投资理念, ESG 投资迎来极为广阔的发展空间和前景。

一、ESG 投资的发展演变和重要意义

(一) ESG 投资经历了不断演变和融合发展的过程

ESG 投资的雏形可追溯至 20 世纪五六十年代, 当时一些宗教团体要求不得投资赌博、色情、烟酒和军火等与宗教伦理相冲突的行业, 称之为“伦理投资”。1970 年代, 随着维护劳工权益、反对性别和种族歧视、生态环境保护等运动的发展, 社会责任投资 (SRI) 理念开始形成。1990 年代, 美国环境责任经济联盟和联合国环境规划署联合发起成立全球报告组织 (GRI)。这是世界首家制定可持续发展报告准则的独立组织, 其发布的准则是企业编制和披露可持续发展报告最广泛采用的标准之一。进入 21 世纪, ESG 投资得到快速发展并流行起来。2004 年, 联合国环境规划署 (UNEPFI) 明确提出 ESG 投资概念并发起 ESG 倡议。2006 年, 负责任投资原则组织 (PRI) 在联合国支持下成立, 致力于推动各大投资机构在投资决策中纳入 ESG 因子。^[1]近年来, 随着应对气候变化行动的推进和碳达峰、碳中和目标的提出, ESG 投资更是得到社会各界积极关注。总的来看, ESG 投资经历了从伦理投资 (Ethical investment) 到社会责任投资 (SRI) 再到当前的负责任投资 (PRI) 的演变和融合发展过程, 本质上属于可持续投资和发展的范畴, 其不仅仅追求简单的经济效益, 更关注社会效益; 不仅仅追求短期利益, 更关注长期利益; 不仅仅追求片面的企业个体价值, 更关注集体价值最大化。

(二) ESG 投资对经济金融和企业发展具有重要意义

一是从宏观层面看, ESG 投资有利于引导经济社会转型和加速“双碳”目标实现。一方面, 作为一种新的投资理念, ESG 投资强调重视环境保护、社会责任和治理结构, 符合创新、协调、绿色、开放、共享等新发展理念的目标方向, 也契合当前我国新发展阶段对高质量发展、高品质生活和高效能治理的内在要求, 对助推我国产业升级和社会转型发展具有重要的“风向标”作

作者简介: 刘兴, 管理学博士, 上海市发展改革研究院金融研究所副所长, 高级经济师。

用。另一方面，随着碳达峰、碳中和概念的兴起，碳金融需求不断提升，金融机构以 ESG 投资理念为引导，通过发挥金融跨行业跨区域配置资源作用，加强对可再生能源项目、能效提升计划等碳减排项目的金融扶持，进而减少碳排放，促进绿色金融发展，为实现“双碳”目标发挥“加速器”的作用。

二是从中观层面看，ESG 投资有利于完善金融市场体系和深化金融中心建设。经过多年发展，ESG 投资目前已经形成包括基金、债券、银行理财、券商资管、指数衍生品等在内的多样化的产品体系，涵盖固定收益类、权益类、金融衍生品类和混合类等多种类型，成为丰富和多层次的金融市场体系的重要组成部分。同时，ESG 投资具有长期、避险、价值等投资属性，可为养老金、保险资金等长期资金入市开辟新的渠道。此外，作为一种“国际通用语言”，ESG 投资对接国际通行规则，对促进资本市场双向开放、深化金融中心建设和助力打造更高层次的制度型开放经济体系也具有重要意义。

三是从微观层面看，ESG 投资有利于促进企业可持续发展和维护投资者利益。对企业而言，通过参与 ESG 评级，可以促进企业完善公司治理，规避各类市场风险，提升社会形象和企业品牌，更好地赢得资本市场认可，降低企业融资成本，增强企业可持续发展能力，提高企业长期增长率。如魏斌(2021)实证分析发现，ESG 评分高的企业具有较低的债券发行利率。^[2]对投资者而言，多项研究表明，ESG 投资与财务回报具有正向作用。2015 年德意志资管公司(DWS)和汉堡大学(UHH)对 2200 多项 ESG 研究成果进行统计分析，90%的研究成果表明 ESG 投资与财务回报之间正相关或不相关，负相关仅 10%。^[3]国内学者李瑾(2021)也证明我国 A 股市场 ESG 高评级公司相对低评级公司股票平均收益率更高，即可以获得 ESG 额外收益。^[4]从股市表现也可以看出，无论是全球市场、新兴市场和中国市场，ESG 投资都能创造超越大盘的超额收益(表 1)。

表 1 ESG 指数和全球市场指数的收益风险比较^[5]

指标	全球市场		新兴市场		中国	
	MSCI 全球市场指数	MSCI 全球市场 ESG 领先指数	MSCI 新兴市场指数	MSCI 新兴市场 ESG 领先指数	MSCI 中国市场指数	MSCI 中国市场 ESG 领先指数
收益/%	9.86	10.04	7.16	9.22	11.84	16.28
风险/%	14.53	13.96	17.43	17.02	20.48	21.48
夏普比率	0.62	0.65	0.36	0.49	0.53	0.72

注：2014 年 10 月 31 日—2021 年 2 月 28 日，所有风险回报数据按以美元计价的指数计算。

二、境内外 ESG 投资的发展实践和比较分析

(一)境外 ESG 投资发展已经日趋成熟

随着 ESG 概念逐渐推广和流行，包括政府监管部门、交易所、行业组织、评级机构、投资机构、上市公司等在内的各类主体不断进行多方博弈和相互影响，形成了相对完善和健全的 ESG 投资生态体系和制度框架。从具体流程看，一般由政府监管部门、国际组织或交易所等机构制定和发布 ESG 信息披露制度和报告框架，上市公司据此发布企业 ESG 报告。然后，专业评级公司依据 ESG 评价体系对上市公司进行 ESG 评级，并将评级结果作为指数公司(国际知名的指数公司通常会开发 ESG 评级体系，因此既是 ESG 评级机构也是指数编制公司)编制 ESG 指数的参考依据。最后，市场上各类投资机构会依据 ESG 评级或指数完成对上市公司的 ESG 投资决策，而上市公司在获取资本市场对自身 ESG 实践的评价后也会采取相应调整措施。

一是制度和政策设计相对健全。目前，全球多国监管机构和交易所都要求建立强制性或半强制性的信息披露制度。例如，2016年新加坡发布可持续发展报告指引，强制要求上市公司披露 ESG 信息。美国 2019 年发布《ESG 信息披露简化法案(2019 版)》(ESG Disclosure Simplification Act of 2019),也强制要求上市公司披露 ESG 信息。2019 年 12 月，中国香港联交所发布的最新版《环境、社会及管治报告指引》提出在 ESG 管治、风险管理、报告边界、环境和社会范畴等方面新增多项强制性披露要求，原先多项建议披露指标也采取了“不披露就解释”的半强制披露方式。据联合国可持续证券交易所倡议组织统计，截至 2020 年底，全球加入该组织的 98 家交易所共有 55 家为上市公司 ESG 披露信息提供指引，有 24 家为强制性要求。^[6]

二是信息披露准则框架不断完善。经过多年努力和实践，目前国际上已经形成全球报告倡议组织(GRI)四模块准则体系、可持续发展会计委员会(SASB)五维度报告框架、世界经济论坛(WEF)四支柱报告框架、气候变化相关财务信息披露工作组(TCFD)四要素气候信息披露框架、气候披露准则理事会(CDSB)环境与气候变化披露框架等较为代表性的 ESG 报告框架。以 GRI 为例，GRI2016 年发布了 GRI 准则体系，由相对独立又相互关联的 4 个模块组成，分为通用准则(Universal Standards)和具体议题准则(Topic-specific Standards)两个层次，涵盖 36 项准则(图 1)，在全球范围内具有较大的影响力。

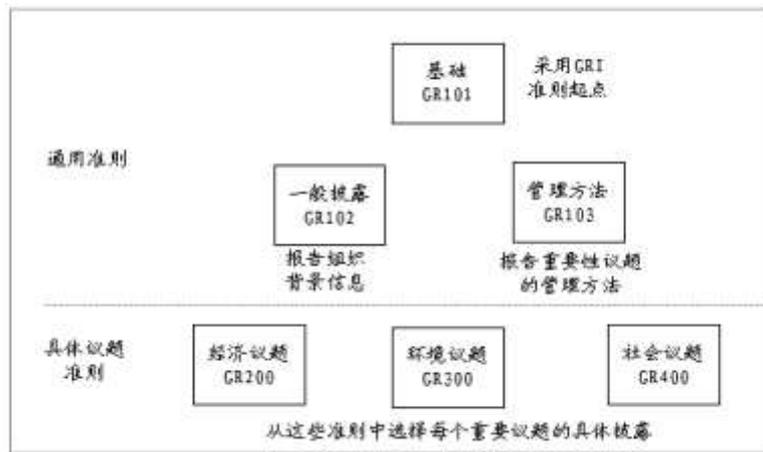


图 1 GRI 准则体系^[7]

三是 ESG 评级指数较为丰富。包括明晟(MSCI)、标普道琼斯(S&PDJI)、彭博、路透、富时等全球主流指数供应商和交易所都推出了多种 ESG 指数,如 MSCI 早在 1990 年就开发了 ESG 指数 MSCI Domoni 400 Social Index,2020 年又推出 MSCI Fixed Income ESG Indexes,这些指数可以作为投资基准、资产配置和业绩衡量的重要参考。

四是 ESG 投资市场蓬勃发展。据景顺研究显示，自 2017 年以来多个主权基金及各国央行的投资组合纳入 ESG 原则的比重大幅攀升，其中，主权基金从 46%升至 64%，央行则从 11%升至 38%。^[8]另据统计，截至 2020 年底，全球 ESG 投资规模将近 40 万亿美元，其中，美国可持续投资规模 17.1 万亿美元，占美国资产管理规模的 30%以上。在衍生品方面，2018 年 10 月，纳斯达克北欧证券交易所(Nasdaq Nordic)推出全球首只 ESG 主题指数期货合约，拉开了 ESG 衍生品发展的序幕。随后，欧洲期货交易所(Eurex)逐步拓宽 ESG 衍生品产品体系，于 2019 年 10 月推出全球首只 ESG 指数期权。在亚洲市场，中国台湾期货交易所于 2020 年 6 月推出亚洲首只 ESG 期货。随着 ESG 理念不断兴起，越来越多的长期资金积极参与 ESG 投资实践，PRI 签署方超过 3000 家，签署方的总资产管理规模超过 100 万亿美元。

(二)境内 ESG 投资发展方兴未艾

随着我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段和全面构建开放型现代化经济体系，经济社会转型升级对企业绿色发展和关注社会责任等可持续发展的内在要求更加迫切，在这种背景下，尽管相比国外起步较晚，但近年来我国 ESG 投资理念和实践

也在快速发展，相应的制度规范逐渐健全，投资生态体系不断完善，投资活动愈加频繁。尤其是自明晟(MSCI)将A股纳入并要求对所有被纳入的A股上市公司进行ESG评测以来，早前对ESG并不重视的境内上市公司对ESG评级的关注度持续攀升。

一是制度和政策体系陆续推出。近年来，证监会、银保监会、国资委、环保部等相关部委先后制定出台多项文件，就ESG信息披露提出具体要求。2018年9月，证监会修订《上市公司治理准则》，强化上市公司在环境保护、社会责任方面的引领作用，并确立了环境、社会责任和公司治理信息披露的基本框架。2019年12月30日，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，提出“银行业金融机构要建立健全环境与社会风险管理体系，将环境、社会、治理要求纳入授信全流程，强化环境、社会、治理信息披露和与利益相关者的交流互动”。2021年2月5日，中国证监会发布《上市公司投资者关系管理指引(征求意见稿)》，将ESG信息(即公司的环境保护、社会责任和公司治理信息)纳入投资者关系管理中上市公司与投资者沟通的内容(第二章第七条)。此外，上交所、深交所等也发布了ESG信息披露指引，就ESG信息披露征求意见。

二是信息披露准则框架逐渐形成。2021年5月7日，证监会发布修订后的上市公司年度报告和半年度报告格式准则，就环境和社会责任、公司治理等方面提出具体要求。以环境责任为例，对属于环境保护部门公布的重点排污单位的公司或其主要子公司，应当根据法律、行政法规、部门规章及规范性文件的规定披露包括排污信息、防治污染设施、建设项目环评、突发事件环境预案等7个方面的信息；对重点排污单位之外的公司应当披露报告期内因环境问题受到行政处罚的情况，并可以参照上述要求披露其他环境信息，若不披露其他环境信息，应当充分说明原因。

三是ESG评级相关指数加快推出。2018年，中国证券投资基金业协会发布《中国上市公司ESG评价体系研究报告》，公布了对上市公司的ESG评价体系，但以定性为主，定量指标和权重规则尚未确立。近年来，国内一些第三方机构如万得(Wind)、中国社科院、社会价值投资联盟、华证指数、商道融绿等也开始对企业进行ESG评级或发布相关报告。例如，万得基于海量数据信息，参考国际主流ESG框架，结合我国资本市场、监管政策和上市公司实际，构建了涵盖3个维度、27个议题和300多个指标的本土化ESG特色指标体系(图2)。

四是ESG投资市场逐渐兴起。我国已经构建了涵盖公募证券投资基金、银行理财、指数等在内的多元化ESG投资市场和产品体系。从公募证券投资基金看，据商道融绿与中国责任投资论坛发布的《中国责任投资年度报告2020》统计，截至2020年10月底，A股在沪深交易所共有52只泛ESG指数，共有49家基金公司发布了127只泛ESG基金，包括63只股票型、5只债券型、59只混合型，泛ESG公募证券投资基金规模超过1200亿元。^[9]在市场表现方面，据平安数字经济研究中心报告显示，2020年以来纯ESG投资基金年化收益率达到47.07%，环境主题的年化收益率为70.02%，公司治理主题的为47.91%，泛ESG概念的为56.4%，取得超出股票型基金市场平均水平42.22%的年化收益。从银行理财产品看，据普益标准研究报告显示，自2019年4月华夏银行推出国内第一只ESG投资主题理财产品以来，全国银行业累计发行78只ESG主题产品，募集规模434.94亿元。其中，开放型产品48只，占比61.54%；封闭式产品30只，占比38.46%。从指数产品看，截至2020年10月底，A股在沪深交易所发布的涉及使用环境、社会或治理因素筛选成分股的指数共52只。以中证ESG指数体系中具有代表性的沪深300ESG指数系列为例，包含沪深300ESG基准指数、沪深300ESG领先指数、沪深300ESG价值指数，除2020年外，其他年份ESG指数收益水平高于沪深300指数(表2)。

3个维度	环境			社会			治理		
27个 议题	环境管理	能源与气候变化		雇佣	职业健康与安全生产		公司治理	ESG治理 董监高 股权及股东	
	水资源	原材料与废弃物		发展与培训	研发与创新	供应链	审计	业务连续性管理	
	废气	废水	生物多样性	产品质量	可持续产品	客户	商业道德	贪污腐败	
	绿色建筑*	绿色金融*		隐私保护	社区	医疗可及性*	商业道德	反垄断与公平竞争	
300+ 指标	<ul style="list-style-type: none"> 环境管理体系与制度 能源管理体系与制度 范围一、二、三温室气体排放 节约用水相关措施 ... 			<ul style="list-style-type: none"> 员工流失率/离职率 人均培训时长 知识产权保护 社区公益投入 ... 			<ul style="list-style-type: none"> ESG表现与高管薪酬挂钩 董监高离职率 独立董事比例 匿名举报机制 ... 		

图 2 万得 ESG 指标体系

表 2 中证沪深 300ESG 系列指数描述性统计分析

指标	沪深 300	300ESG	300ESG 领先	300ESG 价值
样本股数	300	235	100	100
成分股总市值/亿元	415259	367214	197693	180346
占沪深 300 比重/%	100	88	48	43
指数市值/亿元	196846	108953	78513	78129
占沪深 300 比重/%	100	55	40	40
与沪深 300 相关性	1	0.9943	0.9865	0.9286
ESG 分数	0.6	0.8	0.9	0.79
市盈率/%	15.26	14.66	15.17	9.82
收益率/%	2017	9.93	13.29	14.12
	2018	-25.31	-24.26	-24.93
	2019	36.07	36.64	36.81
	2020	27.21	24.80	22.18
年化收益率/%	7.18	7.67	6.94	6.05
年化波动率/%	20.30	20.59	20.93	20.38
夏普比率	0.21	0.23	0.19	0.15
行业权重分布	300ESG、300ESG 领先行业权重分布与沪深 300 指数中对应权重差异在 3%以内；300ESG 价值对应的行业权重差异主要为金融地产行业占比增加，消费行业占比下降。			

注：年化收益率及波动率统计时间区间为 2017 年—2020 年 12 月。资料来源：根据中证指数官网、Wind 数据整理。

(三) 相比境外我国 ESG 投资仍有较大差距

相比境外 ESG 投资，我国 ESG 投资尽管取得一定进步，但无论是市场规模、产品体系还是制度设计、政策体系，都存在较大差距和不足，主要表现在以下方面。

一是 ESG 投资规模和产品供给的深度还不够。相比欧洲、美国、日本相关 ESG 投资占全部投资的比例分别为 42%、33%和 24%，我国 ESG 投资规模占比还比较低，据统计，2019 年我国 ESG 公募基金规模在国内基金总规模中仅占 2%左右。从产品类型看，公募基金方面，真正的 ESG 主题基金不多；银行理财类以固定收益类为主，而权益类产品不多。据南财理财通数据，截至 2021 年

8月12日，银行及理财子公司共发行的78只ESG理财产品中固定收益类45只，占比57.69%；混合类32只，占比41.03%；权益类1只，占比1.28%，与国外市场权益类占比相比还有较大提升空间。^[10]

二是ESG信息披露制度的强制性要求不高。相比国外很多交易所要求强制性或半强制性披露要求，我国对上市公司ESG信息披露的强制要求不高。据商道融绿《A股上市公司ESG信息披露统计研究报告》显示，截至2021年5月31日，2021年以来共计1092家A股上市公司发布2020年ESG报告，占全部A股上市公司的比例仅为1/4。另外，我国加入负责任投资原则组织(PRI)的机构数量仅占该组织全球3000多家成员的1.5%左右，这与我国经济金融实力在全球的地位不太相称。

三是ESG投资行业标准的规范性不强。一方面，无论是评级方法、评级指标、评级标准、评级对象、评级日期还是评级结果，各家ESG评级机构都不尽相同，如仅评级计算方法就有加权平均法、趋势外推法、成本分析法等多种方法；另一方面，ESG评级也存在着数据来源分散、数据量小、数据质量参差不齐等问题。这些现状导致不同机构针对同一家企业的ESG评级结果可能存在较大差异。以某银行和某汽车制造企业的ESG评分为例，各机构评分结果各不相同，缺乏可比性，这会给相关投资主体进行决策带来较大困难。

三、对上海发展ESG投资的启示

随着经济和社会不断发展，无论宏观经济政策还是金融投资实践，有关ESG议题的考量所占权重都在不断提升，未来ESG投资将迎来更加广阔的发展空间，ESG投资已从“重要但不紧迫的事”变为“重要且紧迫的事”，从“边缘”的概念变为“主流”的策略，从“为什么践行”变为“怎么践行”。《上海国际金融中心建设“十四五”规划》提出，“鼓励金融机构在产品发行、企业上市、评估评级等方面践行环境、社会和治理(ESG)理念，主动开展ESG信息披露”。在此背景下，上海要紧跟潮流、抢抓机遇、加强引导，加快推动ESG投资规范健康发展。

(一) 加快完善ESG相关制度和政策引导

支持在上海证券交易所尽快出台和不断完善上市公司投资者关系管理指引，根据形势逐步适当增加强制性要求和内容。积极引导上海本地上市公司加强投资者关系管理，作好ESG相关的互动交流、信息披露、诉求处理和股东权利维护等工作，增强ESG信息披露的全面性、合规性、准确性和连续性，推动上市公司完善治理结构和规范公司运作，树立守底线、负责任、有担当的上海企业形象。

(二) 加快构建ESG行业标准和评价体系

当前，国内外尚没有统一而普适的评级体系和行业标准，加强规范化和标准化的呼声较高。上海当前拥有万得、华证等一批ESG指数发布和评级机构，要进一步集聚、培育和发展本地ESG评级机构，在学习借鉴国际主流指标体系和评价标准的基础上，加快建立符合我国国情和实际的ESG评级标准，为个人投资者和机构投资者决策提供参考依据。同时，加强行业引导和规范，支持ESG评级机构在沪开展相关指数和产品发布，不断提升上海在ESG评级机构和ESG指数的行业地位及国际影响力。

(三) 加快丰富ESG投资市场和产品体系

无论是投资规模、产品数量、细分市场还是投资者结构，我国ESG投资与国外成熟市场还有较大差距。上海要大力发展ESG投资市场，鼓励银行、证券公司、基金公司、金融期货交易所等各类机构在沪研究、开发和设立包括基金、理财、资管、衍生品等在内的各类ESG投资产品，不断壮大ESG投资规模和产品体系。加强与保险、养老金等管理机构合作，积极吸引中长期资金参与，构建多样化的投资者结构。此外，还要大力鼓励和引导上海各类机构主动对接国际规则，积极加入PRI等国际组织，参与相关规则和标准制定。

(四)加快营造 ESG 投资良好生态环境

ESG 的健康发展离不开基金公司、评级公司、交易所、投资者、行业协会、第三方服务机构等各类主体的共同参与。上海要积极推广 ESG 投资理念，加强 ESG 投资者意识教育，营造市场发展环境，加快集聚、吸引和培育与 ESG 投资相关的各类市场主体，形成功能完备、分工明确、协同配合、规范有序的生态体系。支持在沪举办 ESG 投资相关主题论坛和会议，推动设立 ESG 投资协会和产业联盟，不断壮大上海 ESG 投资朋友圈。

参考文献：

- [1]黄世忠. ESG 投资理念与公司报告重构[J]. 财会月刊, 2021 (8).
- [2]魏斌. ESG 表现对国内企业债券融资的影响[J]. 金融市场研究, 2021 (7).
- [3]胡群. ESG 投资从边缘到主流. 经济观察报[N], 2021-08-02.
- [4]李瑾. 我国 A 股市场 ESG 风险溢价与额外收益研究[N]. 证券市场导报, 2021-06-10.
- [5]白雪石, 任桥, 等. 我国保险机构开展 ESG 可持续投资的机遇与实践策略[J]. 保险理论与实践, 2021 (5).
- [6]牛玉锐. 中国债券市场 ESG 实践[J]. 金融市场, 2021 (7).
- [7]黄世忠. ESG 投资理念与公司报告重构[J]. 财会月刊, 2021 (8).
- [8]周艾琳. 全球主权基金加码中国股债更关注 ESG 和气候变化[N]. 第一财经日报, 2021-07-13.
- [9]李德尚. 63%的全球 ESG 指数表现强于大盘?银行理财开启 ESG 投资赛道[N]. 21 世纪经济报道, 2021-08-06.
- [10]丁尽勉. 银行 ESG 理财报告: 发行量翻 3 倍规模超 400 亿元指数投资占主流[N]. 21 世纪经济报道, 2021-08-26.